

**03.04.2018**

**España: De la recuperación a la resiliencia**  
Seminario de alto nivel/Banco de España-FMI

Luis M. Linde  
Governador

---



Señoras y señores:

Es para mí un placer darles la bienvenida a esta conferencia organizada conjuntamente por el Banco de España y el Fondo Monetario Internacional, dedicada a la evolución reciente de la economía española en el contexto del área del euro y de la Unión Europea.

Quisiera expresar mi agradecimiento al Fondo Monetario Internacional, representado hoy por David Lipton, Primer Subdirector Gerente, Poul Thomsen, Director del Departamento Europeo, y Andrea Schaechter, jefa de la misión del FMI para España, por haber propuesto la organización de esta conferencia, que el Banco de España ha aceptado con satisfacción por considerarla muy oportuna y de gran interés.

En cuanto al título de la conferencia, «España: De la recuperación a la resiliencia», permítanme antes de proseguir hacer una aclaración franca: les puedo asegurar que nuestra intención no es sugerir un pronóstico o una premonición pesimista. El título se refiere a la capacidad de resistencia de nuestra economía ante una hipotética desaceleración cíclica que, huelga decir, esperamos que se produzca lo más tarde posible.

En 2017, la recuperación de la economía española mantuvo la senda de intenso crecimiento de los años anteriores, superando las expectativas por cuarto año consecutivo. Concretamente, el PIB avanzó un 3,1%, con lo que la economía creció por encima del 3% por tercer año consecutivo. La robusta demanda interna y externa impulsó el PIB al alza, y la economía ha demostrado ser resistente a perturbaciones relacionadas con la incertidumbre. El buen comportamiento de la economía contribuyó a corregir los desequilibrios macrofinancieros acumulados antes y durante la crisis, y, a su vez, la economía se benefició de dicha corrección. Los progresos fueron especialmente significativos en términos del desapalancamiento del sector privado, la reducción del desempleo, la absorción progresiva de los desequilibrios en el mercado de la vivienda y el equilibrio de las cuentas exteriores, debido en gran medida a las mejoras sustanciales de la competitividad.

Sin embargo, de cara al futuro quedan varias preguntas pendientes: ¿Continuará este proceso a un ritmo tan vigoroso? ¿Bajo qué condiciones la recuperación se tornaría una expansión sostenida y prolongada? ¿Cuáles son las principales vulnerabilidades y debilidades que deben abordar los responsables políticos para que aumente el crecimiento potencial y el bienestar de los ciudadanos? ¿Dispone la economía española, dentro del marco de la UE, de los medios adecuados para afrontar la próxima desaceleración cíclica? ¿Está bien preparada el área del euro en su conjunto?

El programa de esta conferencia aborda estas preguntas e intenta encontrar algunas respuestas. El debate está organizado en torno a cuatro temas principales: cómo reducir las vulnerabilidades fiscales, cuáles son los principales retos que deben abordarse para que el mercado de trabajo español funcione correctamente, cómo incrementar el crecimiento a medio plazo, y cómo lograr avances en la arquitectura del área del euro.

### **Reducción de las vulnerabilidades fiscales**

La primera sesión de esta conferencia se centrará en las actuaciones prioritarias para abordar los desafíos fiscales a medio plazo de España. Los ponentes explorarán opciones

para reducir el elevado nivel de deuda pública y contener las crecientes presiones derivadas del envejecimiento de la población. También se analizará cómo mejorar el marco de gobernanza fiscal para contribuir a la consecución de los objetivos presupuestarios a medio plazo, tanto a escala nacional como de la Unión Europea. Estas cuestiones son cruciales, por lo que está plenamente justificado debatirlas en esta conferencia.

Permítanme que comparta brevemente con ustedes algunas reflexiones sobre cómo vemos en el Banco de España los principales retos para la economía española cuyo origen se sitúa en el ámbito de las finanzas públicas.

El impacto socioeconómico de la reciente crisis ha sido profundo y doloroso en muchos terrenos, también en el de las finanzas públicas. Durante la pasada década, las autoridades españolas tuvieron que hacer frente al reto de mantener en funcionamiento los servicios del Estado del bienestar y al mismo tiempo acometer el ajuste fiscal necesario para garantizar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Entre 2011 y 2017, el déficit público en relación con el PIB se redujo considerablemente, desde el máximo del 9% registrado en 2011 (excluida la asistencia al sector financiero), hasta el 3,1% del año pasado. En ese proceso, el gasto público en porcentaje del PIB se recortó en más de 3,5 puntos porcentuales (pp).

Pese a este esfuerzo, en España, el nivel históricamente muy elevado de la deuda de las Administraciones Públicas en relación con el PIB, que actualmente representa en torno al 98% del PIB, comporta riesgos específicos para el crecimiento económico. En la literatura económica se encuentra evidencia de que el mantenimiento de un nivel muy alto de deuda pública en relación con el PIB durante un período prolongado tiende a obstaculizar el crecimiento económico porque se convierte en una fuente de vulnerabilidad, lo que, además, reduce la capacidad estabilizadora de los presupuestos públicos. Las simulaciones efectuadas por el personal del Banco de España muestran que, bajo supuestos verosímiles, el proceso de desapalancamiento del sector público hacia niveles considerados más seguros será muy gradual en España y en las economías desarrolladas en general, siendo posible que transcurran incluso varias décadas hasta que se alcance una ratio de deuda en relación con el PIB del 60%, el valor de referencia.

Por tanto, es prioritario continuar con el actual proceso de consolidación fiscal para asegurar el cierre del procedimiento de déficit excesivo (PDE). Las administraciones públicas españolas llevan sujetas a este procedimiento desde 2009 en el marco del brazo corrector del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En 2016, el Consejo de la UE actualizó las condiciones para cerrar el PDE y fijó como plazo el año 2018. En concreto, el Consejo exige que el déficit público se sitúe en el 2,2% del PIB este año y un esfuerzo estructural acumulado de 0,6 pp del PIB durante el período 2016-2018. Aunque es muy probable que el déficit de las Administraciones Públicas se sitúe por debajo del 3% en 2018, para realizar el esfuerzo estructural exigido serán necesarios más ajustes fiscales. Según la Comisión Europea, el componente estructural del déficit público en España sigue siendo muy elevado —en torno al 3% del PIB este año—y, de hecho, es el mayor de los países del área del euro.

Además, las finanzas públicas tendrán que abordar el reto del envejecimiento de la población.

En España, las reformas del sistema de pensiones introducidas en los últimos años han afrontado este reto a través de, entre otras medidas, el retraso de la edad de jubilación, la introducción de un factor de sostenibilidad que liga la pensión inicial al incremento de la esperanza de vida y la puesta en marcha de un nuevo mecanismo que condiciona la revalorización anual de las pensiones al equilibrio entre los ingresos y los gastos del sistema, con unos topes máximos y mínimos. De acuerdo con las estimaciones disponibles, en escenarios macroeconómicos benignos, estas reformas lograrían en buena medida contrarrestar el efecto del incremento esperado de la conocida como «tasa de dependencia» (la proporción entre la población mayor de 65 años y las personas en edad de trabajar) sobre el gasto en pensiones y, por consiguiente, contribuirían a restaurar la sostenibilidad del sistema en el largo plazo.

No obstante, sin incrementos adicionales de los ingresos del sistema, el mecanismo de ajuste se produciría principalmente a través de reducciones de la pensión media con respecto al salario medio, es decir, a través de una disminución de la tasa de sustitución de las pensiones públicas, lo que plantea la cuestión de la «sostenibilidad social» del mecanismo.

Más allá de propuestas concretas, sigue siendo imprescindible que toda estrategia de reforma sea transparente, que refuerce el vínculo intertemporal entre las aportaciones y las prestaciones recibidas del sistema, y que esté anclada en un mecanismo de ajuste que garantice su equilibrio financiero.

En este contexto, para completar con éxito el proceso de consolidación presupuestaria es preciso un programa fiscal a medio plazo, que especifique las iniciativas legislativas necesarias para la consecución de los objetivos e incluya una previsión prudente a medio plazo de la evolución macroeconómica y los ingresos fiscales. Para alcanzar este objetivo sin obstaculizar el crecimiento económico en el largo plazo, la composición del ajuste fiscal es muy importante. Además, la combinación de estos esfuerzos de consolidación con otras reformas estructurales en las que me centraré más adelante podría ser crucial para flexibilizar y reducir las necesidades de ajuste de las finanzas públicas.

Asimismo, dado el alto grado de descentralización del gasto público en España, todos los niveles de gobierno deben contribuir a este esfuerzo. Para ello es fundamental establecer mecanismos eficaces para financiar las diversas competencias, permitiendo a los ciudadanos identificar a las instituciones responsables de la aplicación de cada una de las políticas públicas.

En relación con lo anterior quisiera mencionar que un acceso adecuado a la financiación externa por parte de las Comunidades Autónomas —ya sea a través de crédito concedido por instituciones financieras o de los mercados de capitales— reviste especial importancia para evitar una orientación procíclica en la prestación de los servicios públicos y para garantizar que las presiones de los mercados promueven la disciplina fiscal. En la actualidad se aplica un mecanismo excepcional, el «Fondo de Liquidez Autonómica», por el que la Administración Central proporciona financiación a la mayoría de las Comunidades Autónomas en forma de préstamos bilaterales, a cambio de un mayor control de sus políticas fiscales. Sin embargo, en el actual contexto macroeconómico y financiero favorable, las Comunidades Autónomas deberían recuperar el acceso a los mercados.

## **Retos del mercado de trabajo español**

La segunda sesión de la Conferencia estará dedicada a los retos que afronta el mercado de trabajo español.

Durante los tres últimos años, la tasa de crecimiento interanual del empleo ha sido del 3%, y, en los últimos cinco, la tasa de paro cayó hasta situarse en el 16,5% al final de 2017, más de 10 pp por debajo del máximo alcanzado a principios de 2013.

Pese a esta evolución positiva, el desempleo continúa en niveles inaceptables. De hecho, nuestra tasa de paro es la segunda más alta del área del euro después de Grecia. La elevada incidencia del desempleo de larga duración, que actualmente es superior al 50%, es indicativa de la existencia de riesgos de histéresis en el mercado laboral, lo que podría dificultar aún más la reducción de la tasa de paro a los niveles anteriores a la crisis.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la economía española también afronta tres retos importantes.

En primer lugar, incluso en el punto álgido de la última expansión en 2006, la tasa de paro en España era del 8,2%, lejos de la de los países con los niveles más bajos de desempleo en esa época. En segundo lugar, en las últimas décadas, la segmentación del mercado de trabajo español ha sido muy acusada, con una tasa de temporalidad superior al 25%, 10 pp por encima de las medias observadas en el área del euro, lo que contribuye a incrementar la volatilidad del empleo y a reducir el crecimiento de la productividad. En tercer lugar, la economía española debe estar preparada para adaptarse al proceso de automatización de determinados trabajos que se está produciendo a escala mundial, especialmente en un contexto de elevada incidencia del desempleo entre los trabajadores menos cualificados y de insuficiente flexibilidad del mercado de trabajo.

El análisis efectuado por el Banco de España sugiere que las mayores posibilidades derivadas por la reforma del mercado laboral de 2012 para que, ante perturbaciones adversas, las empresas pudieran ajustar los salarios y, en particular, las horas trabajadas, llevaron a una disminución sustancial de los flujos de destrucción de empleo, pese a la desfavorable situación económica en 2012 y 2013. No obstante, parece que la reforma no ha conseguido modificar la estructura del sistema de negociación colectiva ni la acusada segmentación del mercado laboral. Estas dos características del mercado de trabajo español han sido la principal causa de la elevada volatilidad del empleo y de los altos niveles de paro, y, por lo tanto, deberían ocupar un lugar central en la agenda de reformas en esta área.

## **Mejora de las perspectivas de crecimiento a medio plazo**

La tercera sesión se centrará en la cuestión general de cómo mejorar las perspectivas de crecimiento a medio plazo. Según las estimaciones, el crecimiento del producto potencial de la economía española será ligeramente inferior al 1,5% en el próximo decenio, un nivel muy por debajo del 3% anterior a la crisis.

Entre los factores estructurales más importantes que limitan las perspectivas de crecimiento de España destacan el envejecimiento de la población, la menor contribución de la tasa de actividad ahora que muchas mujeres se han incorporado al mercado laboral,

y la menor aportación del *stock* de capital tras el elevado crecimiento registrado en la anterior fase expansiva. Estos factores son comunes a la mayoría de los países desarrollados.

Por tanto, el crecimiento de la economía española se sustentará fundamentalmente en su capacidad para incrementar el escaso avance de la productividad.

España presenta una brecha de productividad significativa con respecto al área del euro, lo que, según algunos trabajos recientes, estaría relacionado con una reasignación ineficiente de los recursos hacia empresas menos productivas durante la fase expansiva. Sin embargo, a partir de 2008 se ha observado una mejora en la reasignación, especialmente como consecuencia de la desaparición de muchas empresas poco productivas. Con todo, los márgenes empresariales permanecen en niveles relativamente elevados y están aumentando, lo que podría ser indicativo de una persistente falta de competencia en algunos mercados, con implicaciones adversas en términos de competitividad, a lo que estaría contribuyendo la regulación que genera distorsiones en los costes de producción entre empresas o afecta a los incentivos para que estas crezcan, como las barreras de mercado resultantes de la heterogeneidad de la normativa de las distintas regiones.

En líneas más generales, la productividad de la economía española sigue siendo baja en términos de la empresa promedio, lo que quizás pueda deberse a una mezcla de insuficientes habilidades directivas y niveles educativos de los trabajadores, así como a un grado de capitalización tecnológica relativamente reducido. En consecuencia, es importante emprender reformas orientadas a reducir la tasa de abandono escolar y a fomentar los vínculos entre las empresas y los sistemas de formación profesional y de educación universitaria. Estas medidas, junto con un nuevo sistema de incentivos eficaz y adecuadamente diseñado para apoyar la innovación en el sector privado, son condiciones previas para incrementar el capital tecnológico de la economía española y su capacidad de innovación.

Hasta ahora he abordado diversas cuestiones fundamentalmente desde una perspectiva nacional. No obstante, los problemas de la economía española no pueden resolverse aisladamente del área del euro y, al mismo tiempo, España ciertamente puede contribuir a impulsar algunas de las reformas necesarias en el área del euro.

### **La situación económica del área del euro y las vías de reforma**

Una década después de la recesión que siguió a la crisis financiera mundial, la recuperación económica sigue firmemente su curso. El crecimiento del área del euro es vigoroso y generalizado, y algunos riesgos han disminuido. La confianza de los agentes se ha situado en niveles próximos a máximos históricos.

Con todo, la robusta recuperación económica todavía no se ha plasmado en un mayor dinamismo de los precios, y se han esgrimido diversos argumentos para explicar esto.

En primer lugar, la evidencia muestra que el grado de holgura del mercado de trabajo puede ser mayor de lo que sugieren los indicadores de desempleo habituales debido a la existencia de trabajadores subempleados (es decir, personas que trabajan menos horas de las que desearían) y de un sector de la población clasificado como inactivo porque su vinculación al mercado de trabajo es marginal. En segundo lugar, la creciente importancia

de factores de carácter global puede influir en este contexto, entre ellos, la capacidad productiva sin utilizar en otras regiones del mundo, el predominio de las cadenas globales de valor y los cambios tecnológicos. En tercer lugar, un factor que posiblemente sea más preocupante es el prolongado período de baja inflación, que podría haber alterado el modo en el que se forman las expectativas de precios, dando lugar a un persistente desanclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo con respecto a los objetivos de los bancos centrales.

En cualquier caso, la sólida recuperación económica que está experimentando el área del euro, junto con el ambicioso paquete de políticas expansivas introducido por el BCE, infunden creciente confianza en que la inflación finalmente converja hacia niveles más próximos al 2%, nuestra tasa de referencia.

En el área del euro, el crecimiento se ha sustentado en gran medida en el tono muy acomodaticio de la política monetaria del BCE. Aunque la orientación general de la política fiscal del área ha dejado de ser un lastre para el crecimiento, una composición más favorable al crecimiento de las finanzas públicas —que respete plenamente el marco fiscal vigente basado en normas— podría resultar beneficiosa, lo que también facilitaría la consolidación que deben realizar los Estados miembros con niveles de deuda más elevados.

Sin embargo, también es esencial tratar de dar nuevo impulso a la agenda de reformas estructurales, con el fin de aumentar la resiliencia de las economías nacionales y fomentar la productividad y el crecimiento potencial.

Tampoco se debe desatender la agenda de reformas de la gobernanza del área del euro. Los avances en la reforma de la arquitectura institucional de la UEM han sido sustanciales, sobre todo desde 2012. En la fase más aguda de la crisis de deuda soberana, la toma de conciencia de las vulnerabilidades que estaban provocando una severa fragmentación financiera y el incremento de los riesgos de ruptura del área del euro generaron el consenso político necesario para establecer mecanismos permanentes de gestión de crisis, reforzar la vigilancia macroeconómica y de las finanzas públicas, e iniciar el proceso de creación de la unión bancaria.

Al principio, el ritmo de aplicación de las reformas fue relativamente rápido. A comienzos de 2012 se firmaron dos tratados importantes: el Tratado constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza.

El acuerdo alcanzado a mediados de 2012 para avanzar hacia la unión bancaria llevó al establecimiento de dos de sus pilares: el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) en 2014 y el Mecanismo Único de Resolución (MUR) en 2016. En esos años también vieron la luz la Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria, que finalmente entró en vigor en 2016 y que ha establecido un marco exhaustivo para ocuparse de las entidades de crédito inviables fuera de los procedimientos de insolvencia ordinarios, y la Directiva para armonizar los sistemas nacionales de garantía de depósitos de 2014.

Pese a estas mejoras del marco institucional del área del euro, persisten vulnerabilidades importantes, tanto a escala del área como en los Estados miembros, por lo que sería necesario adoptar medidas adicionales para asegurar una unión monetaria más estable y fuerte.

Para superar la actual complacencia derivada del entorno económico y financiero más favorable, la Comisión Europea ha presentado varias iniciativas con el objetivo de avanzar hacia una mayor integración económica.

La culminación de la unión bancaria recibió, justamente, máxima prioridad, incluida la creación de un mecanismo de respaldo común para el Fondo Único de Resolución y un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos común, si bien, a mi juicio, en este último caso, quizás sería necesario un enfoque más ambicioso que el que propugna la Comisión para romper el círculo vicioso entre los Estados y las entidades de crédito.

Asimismo, es necesario alcanzar un consenso para avanzar paralelamente hacia un aumento de la compartición de riesgos entre los sectores público y privado y hacia la reducción de los riesgos en los balances bancarios, intensificar los esfuerzos para lograr reducir unos niveles todavía elevados de préstamos dudosos (NPL) y diversificar las exposiciones al riesgo soberano. Las propuestas actuales para crear valores garantizados con deuda soberana estructurando conjuntos de activos en tramos con distintos niveles de riesgo, podrían contribuir a esta diversificación.

La Comisión ha presentado propuestas en otras áreas, entre otras la creación de un Fondo Monetario Europeo, que asumiría las funciones que actualmente desempeña el Mecanismo Europeo de Estabilización y que eventualmente también se encargaría de actuar como mecanismo de respaldo común para el Fondo Único de Resolución, el nombramiento de un ministro de Finanzas europeo que también sería vicepresidente de la Comisión Europea y presidente del Eurogrupo, y el establecimiento de un instrumento común de estabilización a través de la inversión, lo que no debería impedir el desarrollo futuro de una capacidad presupuestaria verdaderamente europea con fines de estabilización económica. Todas estas propuestas merecen ser consideradas con detenimiento.

Además, la crisis ha demostrado que el marco presupuestario europeo es muy complejo, lo que pone de relieve la necesidad de simplificarlo. Las propuestas presentadas recientemente, que aspiran a reducir el actual número excesivo de normas centrándose en la ratio de deuda pública en relación con el PIB como ancla de medio plazo, así como en la regla de gasto como herramienta operativa, parecen prometedoras. En cualquier caso, es necesario reforzar la vigilancia y el control de las normas fiscales para asegurar su cumplimiento. El objetivo debe ser que el marco de gobernanza presupuestaria logre animar a los países a generar margen de maniobra durante las fases expansivas para que la capacidad estabilizadora de la política fiscal pueda incrementarse en el área del euro en su conjunto en épocas de crisis.

En resumen, queda mucho trabajo por hacer en los próximos meses y años. Debemos aprovechar adecuadamente el actual entorno favorable para avanzar en nuestra agenda de integración europea. Hay mucho en juego, principalmente preservar nuestros logros y nuestro modelo político, económico y social, y garantizar un papel fundamental para una Europa unida en un mundo cada vez más globalizado.